

**УНИВЕРЗИТЕТ „ГОЦЕ ДЕЛЧЕВ” – ШТИП
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ**

ISSN: 1857- 7628



**ГОДИШЕН ЗБОРНИК
2011**

YEARBOOK

ГОДИНА 3

VOLUME III

**GOCE DELCEV UNIVERSITY - STIP
FACULTY OF ECONOMICS**



**ГОДИШЕН ЗБОРНИК
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ
YEARBOOK
FACULTY OF ECONOMICS**

За издавачот:
Проф. д-р Ристо Фотов

Издавачки совет Editorial board

Проф. д-р Саша Митрев	Prof. Sasa Mitrev, Ph.D
Проф. д-р Лилјана Колева - Гудева	Prof. Liljana Koleva - Gudeva, Ph.D
Проф. д-р Ристо Фотов	Prof. Risto Fotov, Ph.D
Проф. д-р Трајко Мицески	Prof. Trajko Miceski, Ph.D
Доц. д-р Круме Николоски	Ass. Prof. Krume Nikoloski, Ph.D
Доц. д-р Крсте Шајноски	Ass. Prof. Krste Sajnoski, Ph.D
Пом.асс м-р Влатко Пачешкоски	Assist. Vlatko Paceskoski, M.Sc
Пом.асс м-р Тамара Јованов Марјанова	Assist. Tamara Jovanov Marjanova, M.Sc

Редакциски одбор Editorial staff

Проф. д-р Ристо Фотов	Prof. Risto Fotov, Ph.D
Проф. д-р Трајко Мицески	Prof. Trajko Miceski, Ph.D
Доц. д-р Круме Николоски	Ass. Prof. Krume Nikoloski, Ph.D
Доц. д-р Крсте Шајноски	Ass. Prof. Krste Sajnoski, Ph.D

Главен и одговорен уредник Managing & Editor in chief

Проф. д-р Трајко Мицески	Prof. Trajko Miceski, Ph.D
--------------------------	----------------------------

Јазично уредување Language editor

Даница Гавриловска-Атанасовска (македонски јазик)	Danica Gavrilovska-Atanasovska (Macedonian)
--	--

Техничко уредување Technical editor

Славе Димитров	Slave Dimitrov
Благој Михов	Blagoj Mihov

Печати Printing

Печатница „2-ри Август“ - Штип	„Vtori Avgust“ - Stip
Тираж - 300 примероци	Printing No 300

Редакција и администрација Address of editorial office

Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип	Goce Delcev University
Економски факултет	Faculty of Economics
бул „Крсте Мисирков“ 66	Krste Misirkov b.b., PO box 201
п.фах 201, 2000 Штип, Македонија	2000 Stip, R of Macedonia



Tempus Project

University “Goce Delcev” Stip and its Economics Faculty, is a partner in the Tempus project “Entrepreneurship and Local Economic Development”, an EU funded project aimed at improving entrepreneurship education in partner universities in Albania, Kosovo and Macedonia. Its activities started in January 2009 and will finish in July 2012. At the Faculty of Economics Stip, the project has supported intensive study periods by younger members of staff at EU universities and equipped the Faculty with teaching and learning equipment to enhance the students’ learning experience.

The partner universities involved in this Tempus Project are:

- Faculty of Economics , University “Goce Delcev” Stip, MK
- Faculty of Economics and Business Administration, South East European University, MK
- Faculty of Economics –Prilep, University of Bitola, MK
- Faculty of Economics , State University of Tetovo, MK
- Faculty of Economics, University of Tirana, AL
- Faculty of Economics and Agribusiness, Agricultural University of Tirana, AL
- Faculty of Economics, University of Elbasan, AL
- Faculty of Economics, University of Prishtina, Kosovo
- AAB-Riinvest University, Prishtina, Kosovo
- Vrije Universiteit Brussel, BE
- Otto-Friedrich-Universität Bamberg, DE
- University of Macedonia, EL
- Università’ Politecnica delle Marche, Ancona, IT
- Linnaeus University, SE
- University of Ljubljana, SI
- University of the West of England, UK
- University of Wolverhampton, UK
- Staffordshire University, UK (Coordinator)

Professor Dr. Iraj Hashi
Staffordshire University Business School
Project Coordinator
March 2012



OPPORTUNITIES FOR UPHEAVAL IN DEVELOPING MARKET SECURITIES IN MACEDONIA

доц. д-р Крсте Шајноски

Abstract

This paper analyzes the development of market securities in Macedonia. We present arguments which show that the emission of securities is negligible and with large oscillations. The value of emissions increases its share in GDP and gross investment in the country, but it is still below the level necessary and possible to determine as a factor for acceleration of economic activity and as a competitive factor of banks in providing funds for development.

Among the reasons for the such results is an unfavorable environment for investment through the issuance of long-term equity and debt securities. The main impact of unfavorable environment for investment is the monetary strategy in which the policy of fixed exchange rate is a nominal anchor for the internal balance. Without its change can not be expected to improve the atmosphere for investment, and thus to revive the primary market of securities

МОЖНОСТИ ЗА ПРЕСВРТ ВО РАВОЈОТ НА ПАЗАРОТ НА ДОЛГОРОЧНИ ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ ВО МАКЕДОНИЈА

Од поодамна е констатирано дека улогата на пазарот на капитал во канализирањето на заштедите кон продуктивни инвестиции во Македонија е маргинална.¹ Ставот е изречен во 2004 година и сè уште не може да се каже дека е направен пресврт во ефикасното манифестирање на неговите функции, особено на пазарот на долгорочни хартии од вредност. Со оглед на тоа што и покрај укажувањата состојбите не се менуваат позабележително, можностите за пресврт треба да се бараат во согледувањето на причините за незадоволителните состојби и во нивното надминување.

1) Владимир Кандиќан: Економика на асоцирањето на РМ во ЕУ, Научен собир во МАНУ: Отворени предизвици на македонската економија, 2004 година, стр.273



Со формирањето на Македонска берза, како пазар на долгорочни хартии од вредност (ефектна берза), се создаде материјална основа да профункционира и третиот метод на мобилност на финансиските ресурси во пазарна економија, покрај директните меѓусебни односи на трансакторите и кредитниот пазар. Според улогата што ја има, очекувањата беа дека пазарот на хартии од вредност ќе овозможи висок степен на мобилност на долгорочните финансиски ресурси без посредство на банките. Со неговото функционирање требаше да се обезбедат највиталните атрибути за успешно функционирање, како што се трансферабилноста, компетитивноста и ефикасноста. И за разлика од банките, кои според нивната природа се организирани од територијален и донекаде олигополски карактер, пазарот на хартии од вредност требаше да пружи можности за општа територијална и меѓусекторска мобилност на финансиските средства². Станува збор за очекувања чие остварување требаше да придонесе во динамизирањето на општествено-економскиот развој, на тој начин што претприемачите поедноставно, со емисија на акции или обврзници (отколку да бараат кредити од банките) ќе можат да обезбедат средства за своите проекти, со оглед на сè поголемиот број на инвеститори во хартии од вредност, кои очекуваат заработка на своите вложувања поголеми од тие што ги остваруваат преку депонирањето во банките.

Од анализата на емисиите на долгорочни хартии од вредност недвосмислено произлегува дека на примарниот пазар има случувања кои, изразени со бројот на издадените одобрености за емисија на хартии од вредност и вредноста на емитираните хартии, не се за потценување, иако има видливи осцилации од година во година. Суштествено е што корисниците на капитал посегнуваат и по емисија на долгорочни хартии од вредност, иако релативно (со оглед на учеството во создавањето на БДП), значително повеќе тоа го прават банките и другите финансиски институции (20 милијарди денари) отколку друштвата од стопанството (22,7 милијарди денари). Во досегашниот период, и по број и по вредност, повеќе се емитирани сопственички хартии од вредност (акции), отколку должнички хартии од вредност (обврзници-повеќето од страна на државата, а само три од друштвата во стопанството). Притоа, доминираат приватните (емисија за познат купувач) во однос на јавните понуди за откуп на емитираните хартии од вредност (134 спрема 22 емисии).

Доказ дека состојбите се подобруваат се податоците од кои се гледа дека прибраните средства за дополнителни или нови инвестиции преку

2) Благоја Наневски: Финансискиот пазар во функција на динамизирање на општествено-економскиот развој, Економи прес, Скопје, стр. 394.



емисија на долгорочни хартии од вредност, иако надвор од берзата, се зголемуваат. Меѓутоа, тие сè уште се мали во однос на вкупните инвестиции во земјата³. И многу осцилираат во учеството. Во 2003 година претставуваа само 4,7% од бруто-инвестициите, во 2004 година 9,5%, а во 2005 година 20%. Меѓутоа, веќе во 2006 година учеството е минимално, со оглед на тоа што вкупниот износ на емитираните хартии од вредност е за 11 пати помал од претходната година.

И покрај високите осцилации на бројот на емитираните долгорочни хартии од вредност (и акции и обврзници) и на вредноста на емисиите, уште повеќе и на карактерот на извршените емисии (повеќе структурни отколку развојни, иако и структурните се во функција на развојот) може да се констатира дека емитирањето на долгорочни хартии од вредност во Македонија излегува од почетната фаза на развојот (кога беше изнудувано заради решавање на сопственичката трансформација или за консолидација на сопственичките односи во трансформираниите претпријатија, во случајот на издавање на акции, и за решавање на наследени проблеми по осамостојувањето и создавањето на независна Република Македонија, во случајот со емисиите на обврзници од страна на државата). Но, сепак, таквата активност сè уште е под остварувањата во развиените економии, но и во земјите од соседството. Вредноста на емисиите на долгорочни сопственички и должнички хартии од вредност го зголемува своето учество во БДП и во бруто инвестиции во земјата, меѓутоа таа е сè уште под потребното и можното ниво за да се означат како фактор за динамизирање на стопанската активност, како конкурентен фактор на банките во обезбедувањето на средства за развој, и на стопанските субјекти и на државата на национално и на локално ниво.

Табела 1. Вредноста на емитирани долгорочни хартии од вредност и бруто-инвестициите во однос на БДП во РМ во периодот 2002-2007 -во мил. денари

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1.БДП-тек. цени	243.970	251.486	265.257	284.226	310.932	339.097

3) Вкупните инвестиции во земјата во 2005 година изнесуваа околу 57 милијарди денари. Од нив 49 милијарди се вложени во основни средства, а 8 во пораст на залихи (Податоците се земени од табелата за бруто-домашен производ според расходниот метод од Билтенот на Министерството за финансии, јануари 2007 година и Основни макроекономски индикатори, 2008 година за 2006 и за 2007 година)



2.Инвестиции во основни средства	40.448	42.110	47.286	48.868		
3.Вредност на емисии	4.832	2.383	5.394	11.475	943	1.728
% на 2/1	16.58	16.74	17.83	17.19		
% на 3/1	1.98	0.95	2.03	4.04		0.51
% на 3/2	11.95	5.66	11.41	23.48		

Извор: Пресметка врз основа на податоци од Државниот завод за статистика и годишните извештаи од Комисијата за хартии од вредност

Од досегашните емисии може да се констатира дека расте значењето на емисиите на долгорочни хартии од вредност, меѓутоа прашање е зошто тие не се во поголем број и вредност, кога е неспорно дека растот на економијата е од суштинско значење за решавање на бројните проблеми со кои се соочува земјата (проблемите со невработеноста, сиромаштијата, зголемувањето на животниот стандард на населението, обезбедувањето на одржлив развој), а пресврт во развојот може да се обезбеди со зголемување на инвестициите (и на нивната ефикасност, се разбира), меѓу другото и преку емисии на долгорочни хартии од вредност.

II

Врската меѓу инвестирањето и прибирањето на средства преку емисија на долгорочни хартии од вредност ја наметнува потребата од подобрување на амбиентот за инвестирање за да се зголеми стапката на инвестиции, а со тоа ќе се поттикне и работата на пазарот на капитал.

Со оглед на тоа што инвеститорите своите одлуки ги темелат врз актуализацијата на проекциите на идните готовински текови, високиот ризик ги намалува очекуваните готовински текови и ги прави инвеститорите повнимателни. Меѓутоа, и ризикот на земјата ги прави инвеститорите воздржани.

Имајќи ги предвид интересите на населението за значителните средства од заштедите да обезбедат поголема стапка на враќање од камата што ја добиваат од нивното депонирање во банките и на интересите на претпријатијата и на владите на национално и на локално ниво да ангажираат дополнителни средства за да го забрзаат развојот на фирмите односно на државата локалната самоуправа, неспорно е дека постојат објективни можности за заживување на пазарот на капитал во земјата,



во функција на динамизирање на развојот преку објективизирањето на цената на капиталот. Можноста за пресврт, меѓутоа не значи дека до неа и ќе дојде брзо и сама по себе.

Од анализата на амбиентот за инвестирање и согледувањето на причините за незадоволителното ниво на емисија на акции и обврзници (во услови на низок степен на развиеност и голема потреба за намалување на невработеноста и сиромаштијата) се наметнува потребата од промени кои ќе изнудат односот кон инвестирањето да биде алфа и омега на опстојувањето и развојот на економските субјекти на долг рок, како што всушност економски и се дефинира инвестирањето⁴. Во овој контекст, клучно е да се создаде амбиентот во кој борбата за остварување на што поголем профит води преку зголемување на инвестирањето во опрема, технологија, иновации, образование итн. Тоа ќе изнуди поголемо свртување на инвеститорите во реална актива кон пазарот на долгорочни хартии од вредност во обезбедувањето на дополнителни средства за развој и ќе го забрза емитирањето на акции и обврзници.

Во оваа насока клучна улога има јакнењето на пазарната присила врз стопанските субјекти (што треба да се наметне со промената на макроекономската политика на стабилизација и политиката на дерегулација и либерализација на економските односи), со унапредувањето на работата на берзата, со збогатувањето на инструментите и институциите на пазарот на капитал, со оспособување на кадри за работа со долгорочни хартии од вредност итн.

III

Неповолниот амбиент за инвестирање во земјата примарно е предизвикан од долговреме спроведуваната монетарна стратегија во чијашто основа е политиката на фиксен девизен курс како номинално сидро за внатрешната рамнотежа. Ваквиот став го оправдува тоа што нивото на инвестициите е под потребното за да се обезбеди задоволителен раст кој би овозможил решавање на невработеноста, зголемување на животниот стандард, намалување на сиромаштијата итн. Во услови на „глад“ за развој менаџерите и претприемачите (голем дел од нив) не се решаваат да преземат инвестициони зафати со чие реализирање би ја подобриле својата економска позиција и би придонеле за вкупниот развој. Пречка е ризикот кој произлегува од вградениот механизам за одржување на високо ниво на каматните стапки и неизвесностите што произлегуваат

4) „Инвестициите и стопанскиот развој се поими кои стојат во најприродна економска врска“ (Економски лексикон, Савремена администрација, Београд, 1975, стр.479).



од неодржливата политика на преценет девизен курс на домашната валута (што се води заради политиката на одржување на фиксен девизен курс).

Со оглед на тоа што побарувачката на долгорочни средства се задушува со доследното спроведување на споменатиот модел на стабилизација на економските текови, понудата на средства се ориентира кон банките или во купување на хартии од вредност на секундарниот пазар, овозможувајќи, во желбата за дополнителна заработка на сопствените слободни парични средства, и надувување на балони, кои во еден момент неизбежно прснуваат и за извесен период инвеститорите стануваат скептични за вложување во хартии од вредност.

Ова се случува во услови на неспорна потреба за ангажирање на долгорочни средства заради решавање на бројни развојни проблеми со кои се соочува земјата во, инаку долгиот период на транзиција од поранешниот самоуправен во пазарен систем. Претпријатијата, со оглед на високиот степен на застареност на опремата и технологијата, се пред сериозни зафати за реконструкции и модернизации на капацитетите. Да не забораваме за потребата од прибирање на долгорочни средства за изградба на нови производни и услужни капацитети на повисоко техничко-технолошко ниво. Долгорочни средства се потребни за подобрување на состојбите во домашната инфраструктура и супраструктура. Населението е заинтересирано своите слободни парични средства да ги вложува доколку постои можност да заработи повеќе отколку што би добил со вложување во банките.

Постојат економски услови за развој на пазарот на капитал каде што се сретнуваат понудата и побарувачката на долгорочни средства, меѓутоа проблем е споменатата стратегијата на стабилизација. Значи, можности за пресврт во развојот на пазарот на капитал во Македонија постојат, меѓутоа, треба да се промени стратегијата, од стабилизација како цел за себе во стабилизација која ќе генерира развој. Стравот од можните турбуленции не смее да биде пречка за натамошно одлагање, зашто не може да се избегне соочувањето со реалноста, со неизбежноста да живееме во рамките на вредностите што ги создаваме, а сега се живее релативно подобро, но се зголемуваат долговите спрема странство.

Промената во стратегијата ќе создаде поволни услови да се преземе и прифатив ризик за инвестирање. Меѓутоа, треба да се има предвид дека таквата иницијална каписла треба да биде поддржана и со други мерки и промени во однесувањата за да не се разводни притисокот што ќе го врши генералната политика на стабилизација. Јасно е дека општиот поттик за инвестирање и развој ќе ја зголеми потребата за поцелосно манифестирање на функциите на пазарот на капитал, меѓутоа и во општата поволна



атмосфера за инвестирање треба да се направат напори да се надминат и другите, иако помалку важни, фактори од кои зависи натамошното унапредување на работата на пазарот на капитал во земјата. Од пресудно значење е пазарната присила, преку дерегулацијата и либерализацијата на односите со странство, да ја наметне профитабилноста како мотив за стопанисување. А во подобрени општи услови за инвестирање, борбата за профит ќе ги упати инвеститорите во производни добра или на кредитниот или на пазарот на долгорочни хартии од вредност. Свое влијание во оваа насока може да се остварува и со унапредувањето на правната држава, со натамошниот развој на берзата, со акцент на нејзината сигурност и ефикасност, со развојот на институционалните инвеститори и другите инвестициони посредници, со оспособување на кадри за работење со долгорочни хартии од вредност итн.

Нема сомневање дека од степенот на пазарната присила ќе зависи во колкав обем носителите на развојот потребните финансиски средства за таа намена ќе ги обезбедуваат преку пазарот на капитал, со емисија на долгорочни хартии од вредност (акции и обврзници). Доколку постојат можности некажнето да се избегнуваат последиците од пазарното стопанисување, интересот за инвестирање, а со тоа и за прибавување на средства за развој преку пазарот на капитал, ќе биде помал отколку што објективно би бил кога би постоела практика на ефикасно санкционирање на постапките и однесувањата на стопанските субјекти кои се спротивни на законските одредби со кои се регулираат пазарот и пазарните односи во земјата. Што е подоследно почитувањето на таквата регулатива, толку е поголема економската (пазарна) присила врз стопанските субјекти опстанокот на пазарот да го обезбедуваат со зголемување на економичноста во работењето и продуктивноста на трудот, а тие на подолг рок можат да се одржуваат и зголемуваат преку нови инвестиции, за што средства можат да се обезбедат на пазарот на капитал. Тоа значи дека сам по себе, само со своето постоење, пазарот на капитал нема моќ и влијание врз развојот. Како посредник меѓу сопствениците на слободни парични средства и на корисниците на такви средства за развојни потреби создава услови за утврдување на цената на капиталот. Таа зависи од понудата и побарувачката, меѓутоа и повратно влијае врз понудата и побарувачката, имајќи ги предвид движењата на цените на пазарот на кредити.

И теоријата и практиката во повеќе земји покажуваат дека јакнењето на пазарната присила врз економските субјекти води истовремено преку ефикасна стабилизациона политика и политика на дерегулација и либерализација како во внатрешните економски односи, а за мала земја како нашата и на економските односи со странство. Смислата е во тоа



стопанските субјекти да се изложат на конкуренција на домашниот пазар и со странска понуда, бидејќи само тогаш и при политика на стабилни цени и стабилен девизен курс на денарот (или флукуирачки курс и променливи цени) може да се очекува профитабилноста да им се наметне како основен мотив на стопанисување. Во првиот случај се претпоставува дека има јасна развојна политика, а во вториот нејзиното изградување се препушта на силите на понудата и побарувачката, со репер на обезбедување на рамнотежни економски односи со странство. Само во такви услови може да им се изнуди конципирање на планови за развој во кои средствата за нивна реализација (инвестициите), меѓу другото, може да се прибават и со емисија на акции и обврзници.

xxx

Истражувањата покажуваат дека пресврт во развојот на пазарот на капитал во Македонија може да настапи доколку дојде до подобрување на амбиентот за инвестирање, а тоа е директно поврзано со неопходна промена на макроекономската политика на стабилизација која се потпира на монетарна стратегија во чија основа е политиката на одржување на фиксен девизен курс на денарот како номинално сидро, независно од неговата реалност. По успешно остварената ценовна стабилизација во првите години од нејзиното применување, таа веќе неколку години генерира сериозни нарушувања во секторот на економски односи со странство, кои не можат да се надминат без повисока корекција на интервалутарната вредност на домашната валута и/или без соодветна поддршка на производството наменето за извоз.

Ваквата неизбежност наметнува потреба од подготвување на покомплексна реформа со која ќе се создадат услови за реструктурирање на стопанството. Крајно време е да се направи корекција во макроекономската политика со која ќе се изедначат структурите на цените во домашната со структурите на цените на земјите наши најзначајни партнери, на ниво кое ќе генерира побрз развој (извозно поддржуван) и подобрување на состојбите во секторот на економски односи со странство. А бидејќи забрзувањето на растот е директно поврзано зголемувањето на инвестициите, тоа е и основа за натамошен развој на пазарот на долгорочни хартии од вредност со оглед на тоа што постои голема веројатност инвеститорите во реални добра дел од потребните средства за инвестирање ќе ги обезбедуваат и со емисии на акции и обврзници.

Користена литература

- Кандиќјан Владимир: Економика на асоцирањето на РМ во ЕУ, Научен собир во МАНУ: Отворени предизвици на македонската економија, 2004 година
- Михаил Петковски,, Проблемите на екстерниот сектор во Република Македонија“, Научен собир во МАНУ: Отворени предизвици на македонската економија, 2004 година
- Mishkin S. Frederic, „The Economics of Money, Banking and Financial Markets”, Scott, Foresmen and Company, Glenview, Illinois
- Методија Несторовски, „Можностите за повисоко ниво на инвестиции во Република Македонија“, Научен собир во МАНУ: Отворени предизвици на македонската економија, 2004 година, стр. 194/95
- Гоце Петрески,,Отсутен раст-можна ли е акцелерација на растот“, Научен собир во МАНУ: Отворени предизвици на македонската економија, 2004 година, стр. 174